論　文

新興国におけるビジネス・エンジェルの可能性

― スタートアップ成長資金供給と育成機能 ―

桐　畑　哲　也*

要旨

ビジネス・エンジェル（Business Angel）は，元起業家あるいは専門家としての経験をもとに，有望なベンチャー企業に投資を行う個人投資家である（European Business Angels Network, 2020）。本論文は，ビジネス・エンジェルに関する学術研究をもとに，まず，ビジネス・エンジェルの特徴を概観する。その上で，スタートアップ，アーリーステージ企業への成長資金供給者としてのビジネス・エンジェル，投資先企業の業績，さらに，近年，ビジネス・エンジェルの活動が活発化し始めた新興国におけるビジネス・エンジェル研究について論じる。先行研究によると，ビジネス・エンジェルは，スタートアップ企業への成長資金供給者として，ファイナンシャルギャップ（Financial Gap）問題緩和に一定の貢献をしている。ビジネス・エンジェル投資とその投資先企業の業績については，概ね正の相関がみられる。また，個々のビジネス・エンジェルによる投資前及び投資後活動（Pre- and Post-Investment Activities）の相違が，投資先企業の業績に影響を与える。先進国では，スタートアップ企業向けの成長資金供給者として，アクセラレイター（Accelerator）やクラウドファンディング（Crowdfunding）等の新たなファイナンサーが出現する一方で，ビジネス・エンジェル業界も拡大している。新興国においては，2000 年代以降，アントレプレナーシップ育成施策として，ビジネス・エンジェルネットワーク組織の設立が相次いでいる。特に，新興国におけるビジネス・エンジェル業界育成は，スタートアップ企業への成長資金供給だけではなく，彼らの育成及び成長の観点からも有用なアントレプレナーシップ施策である。世界経済における新興国のプレゼンスの高まりに応じた学術研究のさらなる進展が求められる。

キーワード

ビジネス・エンジェル，ファイナンシャル・ギャップ，投資先企業の業績，新興国

* 立命館大学経営学部　教授

目 次

1. 初めに

ビジネス・エンジェル（Business Angel）は，元起業家あるいは専門家としての経験をもとに，有望なベンチャー企業に投資を行う個人投資家である（European Business Angels Network, 2020）。ベンチャー企業への成長資金の主たる担い手としてフォーマルな認知を得ているベンチャーキャピタル（Venture Capital）との対比から，“インフォーマル・ベンチャーキャピタル（Informal Venture Capital）”とも呼ばれる（Wetzel, 1981）。

本論文は，米国及び欧州等先進国を対象としたビジネス・エンジェルに関する学術研究をもとに，まず，ビジネス・エンジェルの特徴について，明らかになっている論点と共に議論の続く論点についても概観する。その上で，スタートアップ企業への成長資金供給者としてのビジネス・エンジェル，及び，投資先企業業績について論じる。最後に，近年ビジネス・エンジェルの活動が活発化し始めた新興国におけるビジネス・エンジェル研究について述べる。

2. ビジネス・エンジェルの特徴

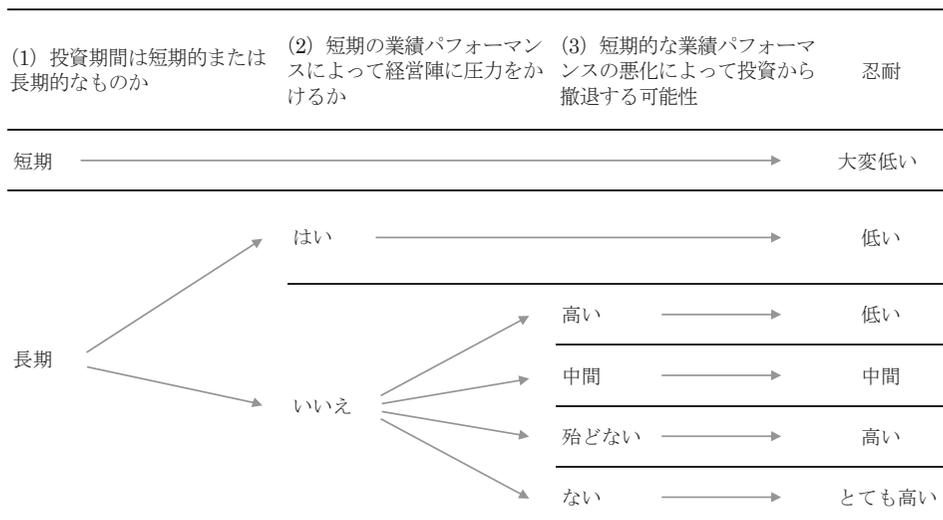
ビジネス・エンジェルは，家族としてのつながりのない新しい成長企業にリスクキャピタルを提供する個人である（Wetzel, 1983; Landström, 1993; Duxbury, Haines and Riding, 1996; Brettel, 2003; Morrissette, 2007）。多くは，成功した起業家または専門家であり，単独またはセミフォーマルなネットワークを通じて，有望なスタートアップ及びアーリーステージのハイテク企業に自らの資金を投資する（Mason and Harrison, 1995; Brettel, 2002; Hindle and Wenban, 1999; Tashiro 1999; Hindle and Lee, 2002; Avdeitchikova, 2008）。

ビジネス・エンジェル投資は，その多くが非経済的な理由によって動機付けられているとされる。純粋に投資リターンのみを追求するのではなく，新たな企業が成長するプロセス，そして，そのプロセスに自らが参画すること自体を楽しむ（Morrissette, 2007; Mason and Harrison, 2002; Harrison, Botelho and Mason, 2016）。すなわち，ビジネス・エンジェルは，自らを純粋な投資家としてだけではなく，相手との相性を考慮した上で，パートナーとなる起業家を選び，その事業に参画する“共同クリエーター（co-creator）”とみる傾向がある（Landström, 1998,

Mason and Stark, 2004, Drover, Busenitz, Matusik, Townsend, Anglin and Dushnitsky, 2017)。このため，組織的なベンチャーキャピタルと比較して，投資サイクル全般にわたって，あまり組織ルールにとらわれないアプローチをとる傾向がある（Drover, Busenitz, Matusik, Townsend, Anglin and Dushnitsky, 2017)。

まだ十分に解明されていない論点もある。その1つは，ビジネス・エンジェルは，“忍耐力のある資本（Patient Capital)”かという点である（Harrison, Botelho and Mason, 2016)。起業家やリソースパーソン等，実務家の間では，他の投資家と比較して，ビジネス・エンジェルは，長期に渡って株を保有してくれる投資家であり，“忍耐力のある資本”との認識が一般化している。学術研究においても，ビジネス・エンジェルは，他の投資家よりも投資期間が長いことが裏付けられている。

“忍耐力のある資本”とはどういうものか。その評価は難しい。Deeg and Hardie（2016）は，投資家の忍耐レベルについて，3つの質問，すなわち（1）投資期間は，短期的または長期的なものか，（2）短期の業績によって経営陣に圧力をかけるか，（3）短期的な業績の悪化によって投資から撤退するか，をもとに論じている（図表1参照)。これら3つの視点について，多くの先行研究結果は，ビジネス・エンジェルが，他の投資家と比較して“忍耐力のある資本“であると示唆している。一方，ビジネス・エンジェルの“忍耐力のある資本“としての特徴は，投資前から意図され，エグジットまで終始一貫した姿勢として貫かれたものというよりも，売却したくとも売却できず，放置している等，結果論として“忍耐力のある資本“である可能性が否定できないとする学術研究もある（Harrison, Botelho and Mason, 2016)。

図表1　投資家の忍耐レベルを決定する3つのステップ

出所　Deeg and Hardie (2016), p.631.

3. ファイナンシャルギャップ

ビジネス・エンジェル研究の嚆矢は，Wetzel（1981）に遡ることができる。Wetzel（1981）は，米国における技術イノベーションの担い手としての起業家，そして，そのリスクキャピタル供給者としてのベンチャーキャピタルについて概観した上で，当時既に議論になり始めていたスタートアップ企業への成長資金供給不足の解決策としてのビジネス・エンジェルの有用性を，学術研究として初めて指摘した。ビジネス・エンジェルは，その研究の黎明期から，その果たすべき役割として，スタートアップ企業への資金供給が期待されていたことになる。

スタートアップ，アーリーステージ企業に十分な成長資金が供給されないという現象は，ファイナンシャルギャップ（Financial Gap）と呼ばれ，アントレプレナーファイナンス施策の主要な論点と見なされる（Mason and Harrison, 1995; Block and Sandner, 2009; OECD, 2016; Kirihata, 2018）。アントレプレナーファイナンスの主たる担い手で，“フォーマルな”投資家であった米国のベンチャーキャピタルは，1990 年代初頭以降，スタートアップ企業投資への成長資金供給という役割（Bygrave and Timmons, 1992）を外れ，次第にレイターステージ企業，さらには，上場直前の企業への投資に傾注することとなる（Wilson, 1995, Sohl, 1998; Hindle and Wenban, 1999; Hindle and Lee, 2002; Sohl, 2003, Aernoudt, 2005; Fili and Grünberg, 2016）。その理由として，スタートアップ企業に特有の高いビジネスリスクと長期に渡る保有期間が指摘される（Sapienza, Manigart and Vermeir, 1996; Kirihata, 2009）。すなわち，機関投資家等から出資を得て，通常 10 年程度の期間でファンドを運営する組織的なベンチャーキャピタルは，投資家と約束した期間において，期待された投資リターンを確保する責任を有する。しかし，スタートアップ企業は，リスクが高く予測が難しい上に，IPO（Initial Public offering）等のエグジットまでに長期を有し，ファンド運営期間内に回収できない可能性がある。こうした要因から，ベンチャーキャピタルの投資ステージのレイター化が促進されたとされる（Kirihata, 2007; Kirihata, 2010a; Kirihata, 2010b）。

このため，米国では，ビジネス・エンジェルが，スタートアップ企業の主要な成長資金供給者となり，ベンチャーキャピタルに代わって，ファイナンシャルギャップを埋める投資家として認識されるようになった（Landström, 1993; Reitan and Sorheim, 2000; Morrissette, 2007）。ビジネス・エンジェルは，投資先候補の過去の実績だけではなく，当該ベンチャーの成長可能性，人材能力，起業家の個性と性格等と，ビジネス・エンジェル自身の関心，戦略等との互換性を優先するとされる。ベンチャーキャピタルとは異なる独自の投資先選別，投資後の価値付与活動を通じて，スタートアップ企業に特有の高い投資リスクを負っているのである（Stedler and Peters, 2003; Mason and Stark, 2004; Croce, Collewaert and Manigart, 2016; Tenca and Ughetto, 2017）。

スタートアップ企業への成長資金供給者としてのビジネス・エンジェルの役割は，欧米の調査でも裏付けられている。European Business Angels Network が推計した 2019 年の欧州におけるビジネス・エンジェル投資額は，80 億ユーロに上る。European Business Angels Network（2020）によると，そのほとんどは，スタートアップ及びアーリーステージ企業に対するものである。一方，欧州におけるベンチャーキャピタル投資の内，スタートアップ，アーリーステージ企業向けは，44 億ユーロとビジネス・エンジェルの投資規模の約半分程度に留まる。欧州では，スタートアップ，アーリーステージ企業向け投資のおよそ 60% を，ビジネス・エンジェル投資が占めている（European Business Angels Network, 2020）[1)]。米国でも，ビジネス・エンジェルは，スタートアップ，アーリーステージ企業への成長資金供給の主要な担い手であり続けている。2019 年の米国のビジネス・エンジェル投資額は，2018 年に比べて 3.2% 増加し，239 億ドルに上る（Sohl, 2000）[2)]。

4．投資先企業の業績

ビジネス・エンジェルは，ベンチャーキャピタルと比較して，よりアクティブに投資先に関与するとされる（Osnabrugge, 2000）。共同クリエーターとの立場から，投資先企業のビジネス拡大を支援する。起業家と共に，新たなベンチャープロセスを楽しむ。自ら進んで投資先をサポートする（Mason and Harrison, 2002; Morrissette, 2007; Harrison, Botelho and Mason, 2016）。彼らの多くは，通常，取締役会のメンバーとして投資先の意思決定プロセスに関与し，管理，財務，販売，マーケティングの実践的なサポートを提供し，プロセスへの追加投資を呼び込むように協力する（Van Osnabrugge, 2000; Brettel, 2003; Madill, Haines and Riding, 2005）。

こうしたビジネス・エンジェル投資と投資先企業の業績について，多くの学術研究で正の相関が報告される。Keer, Lerner and Schoar（2014）は，米国のビジネス・エンジェル投資先企業は，投資案件から漏れた企業と比較して，生存率が高く，従業員数が多い。ウェブサイトのトラフィック増加にも，正の相関がみられると指摘する。Roach（2010）は，米国のビジネス・エンジェルグループの内部収益率（IRR: Internal rate of return）は，インデックスファンドと比較して高いと指摘する。

一方，ビジネス・エンジェル投資先企業の業績は，ベンチャーキャピタルと比較して高いとは言えないとする先行研究がある。米国のビジネス・エンジェルは，ベンチャーキャピタルよりも投資先のイノベーションとエグジットへの貢献が少ない（Dutta and Folta, 2016）。Choi and Kim（2018）は，国際的なプライベートエクイティのデータベースを活用した研究をもとに，ビジネス・エンジェル投資先企業の生存率は，ベンチャーキャピタル投資先企業よりも劣っていると指摘する。

さらに，ビジネス・エンジェル投資先企業の業績は，個々のビジネス・エンジェルに依存するとの学術研究もある。Mason and Harrison（2002）は，英国での研究をもとに，ビジネス・エンジェル投資結果の分布は，正規分布に従わず，歪みが大きいと述べる。具体的には，全体の 23% のビジネス・エンジェル投資が，50% 以上の内部収益率を達成している。一方，全体の 34% は，完全な損失，また，全体の 13% は，わずかな利益，又は，損益分岐点レベルにあると報告している。

Wiltbank（2005）は，スタートアップ，アーリーステージ企業への投資が必ずしも負の投資リターンに陥っているわけではないとした上で，投資先選定にあたってより多くのデューデリジェンスの努力をし，投資先にアクティブに関与するビジネス・エンジェルほど，投資リターンが高いと指摘している。Riding（2008）は，カナダのビジネス・エンジェルを対象とした研究から，家族や友人への投資を行う“アマチュア”のビジネス・エンジェルの投資リターンは低いとした上で，投資先に対して価値付与を行うビジネス・エンジェルの有用性を指摘している。

ビジネス・エンジェル投資先の業績は，個々のビジネス・エンジェルの過去のビジネス経験，投資先選定におけるデューデリジェンス，投資提案の却下率，投資先への関与，投資期間の長さ等，彼らの投資前及び投資後活動（Pre- and Post- Investment Activities）の相違によるところが大きい（Wiltbank, 2005; Capizzi, 2015）。

5．新興国におけるビジネス・エンジェル

2000 年代以降，新興国においてビジネス・エンジェルの活動が活発化している。World Bank（2014）によると，新興国ビジネス・エンジェル投資は，アントレプレナーエコシステムの未整備，有望な投資先確保等，様々な課題を有しているものの，ラテンアメリカ，東南アジア，中国，インド，アフリカ，中東，中東欧等，殆どの新興経済地域で，業界として立ち上がりつつある。こうした地域，国々のビジネス・エンジェルネットワーク組織の多くは，2000 年代半ば以降に設立されたものである。新興経済各国政府も，経済発展の有力な手段としてのベンチャー企業育成と，スタートアップ，アーリーステージ企業への成長資金供給の促進を目的として，パイロット的なビジネス・エンジェル業界育成施策を進めている（OECD, 2016, Kirihata, 2016）。

新興国のビジネス・エンジェルを対象とした学術研究も，徐々に進んでいる。Romaní, Atienza, Campos, Bahamondes and Hernández（2018）は，チリのビジネス・エンジェルは，その多くが元起業家であり，自らが活動の拠点を置く地域のスタートアップ企業に投資する傾向があると指摘する。中国では，ビジネス・エンジェルの 60% が，シード及びスタートアッ

プ企業に投資しているとされる（Tingchi and Chang, 2007）。また，Scheela, Isidro, Jittrapanun, and Trang（2015）によると，東南アジアのビジネス・エンジェルは，投資後のモニタリングを必要とするスタートアップ企業に投資していると指摘する。Jones and Mlambo（2013）は，南アフリカを対象とした研究をもとに，同国のスタートアップ，アーリーステージ企業のファイナンス格差を埋めるためには，ビジネス・エンジェルが積極的な役割を果たす必要があると指摘している。

ビジネス・エンジェル投資先企業の業績を巡っては，中国のビジネス・エンジェルは，先進国のビジネス・エンジェルよりも，投資先への関与に積極的ではないとされる（Li, Jiang, Long, Tang, and Wu, 2014）。Harrison, Scheela, Lai, and Vivekarajah（2018）と Scheela and Jittrapanun（2012）は，マーレシア及びベトナムのビジネス・エンジェルを対象とした研究から，東南アジアのビジネス・エンジェルは，高い投資リターンをあげている。不十分な法律システム，SMEs（Small and medium-sized enterprises）への不十分なファイナンシャルサポート，政治的不確性等，不確実な競争環境において，投資及びモニタリングを行うことは難しい。しかし，彼らは，インフォーマルなビジネス・エンジェル間の協調体制を作り上げ，こうした点を克服していると指摘している（Scheela and Jittrapanun, 2012; Harrison, Scheela, Lai, and Vivekarajah. 2018）。しかし，こうした新興国のビジネス・エンジェルに関する学術研究は，先進国と比較して，十分に進展しているとは言えない。研究のサンプル数不足，及び，ランダム性確保等の問題が，研究進展の壁となっていると指摘される（Landström, 1993; Ding, Sun and Au, 2014; Bruton, Ahlstrom and Yeh, 2004; Klonowski, 2006）。

6. おわりに

本論文は，米国及び欧州を対象としたビジネス・エンジェルに関する学術研究をもとに，まず，ビジネス・エンジェルの特徴について，明らかになっている論点と共に議論の続く論点について概観した。続いて，スタートアップ企業への成長資金供給者としてのビジネス・エンジェルの役割，また，投資先企業の業績，さらに，近年，ビジネス・エンジェルの活動が活発化し始めた新興国におけるビジネス・エンジェル研究について論じた。

これまでの学術研究からは，ビジネス・エンジェルは，スタートアップ，アーリーステージ企業への成長資金供給者として，ファイナンシャルギャップ問題緩和に一定の役割を果たしている。ビジネス・エンジェル投資とその投資先企業の業績については，概ね正の相関がみられるものの，個々のビジネス・エンジェルによる投資前，投資後活動の相違による投資先企業業績への影響も指摘される。

アントレプレナーファイナンス全般について概観すると，先進国では，スタートアップ，

アーリーステージ企業向けの成長資金供給者として，アクセラレイター（Accelerator）やクラウドファンディング（Crowdfunding）等の新たなファイナンサーが出現する一方で，ビジネス・エンジェル業界も，特に欧米を中心に規模が拡大している。新興国においても 2000 年代以降，ビジネス・エンジェル業界が急速に立ち上がりつつある。特に新興国では，元起業家や専門家として豊富な経験を有する良質なビジネス・エンジェル業界の育成は，スタートアップ企業への成長資金供給だけではなく，ベンチャー企業育成の観点からも有用な手法である。

新興国のビジネス・エンジェルを対象とした研究には，サンプル数不足，及び，ランダム性確保の問題等がつきまとう（Landström, 1993; Ding, Sun and Au, 2014; Bruton, Ahlstrom and Yeh, 2004; Klonowski, 2006）。一方，世界経済における新興国の存在感の高まりに伴い，新興国のビジネス・エンジェルに係る学術研究の意義は増している。さらなる学術研究の進展が望まれる。

謝辞

本研究は，JSPS 科研費 JP18K01779 の助成を受けたものである。

＜注＞

1) 投資先企業の業種としては，ソフトウェアは 16% で最も多く，フィンテックが 12% と続いている。地域的には，英国が欧州のビジネス・エンジェル市場をリードしており，ドイツ，スペイン，フランスがそれに続いている。
2) 投資先企業の業種としては，ソフトウェアとヘルスケア共に 31% と最も多く，この 2 業種で全体の 62% を占めている。

＜参考文献＞

Aernoudt, R. 2005. “Executive Forum: Seven Ways to Stimulate Business Angels’ Investments.” *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 7(4): 359-371.

Avdeitchikova, S. 2008. “On the Structure of the Informal Venture Capital Market in Sweden: Developing Investment Roles.” *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 10(1): 55-85.

Block, J., and P. Sandner. 2009. “What is the Effect of the Financial Crisis on Venture Capital Financing? Empirical Evidence from US Internet Start-ups.” *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 11(4): 295-309.

Brettel, M. 2003. “Business Angels in Germany: A Research Note.” *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 5(3): 251-268.

Bruton, G., D. Ahlstrom, and K.S. Yeh. 2005. “Business angels in Germany: A Research Note.” *Journal of World Business*, 39(1): 72-88.

Bygrave, W.D. and J.A. Timmons. 1992. "*Venture Capital at the Crossroads*." Boston, Mass : Harvard Business School Press.

Capizzi, V. 2015. "The Returns of Business Angel Investments and Their Major Determinants." *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 17(4): 271-298.

Cassidy N. 2014. "Next Silicon Valleys: Small Estonia has Big Ideas." BBC news technology, February 23.

Choi, Y., and D. Kim. 2018. "The Effects of Investor Types on Investees' Performance: Focusing on the Seed Accelerator." *Cogent Economics & Finance*, 6(1): 1550870.

Collewaert, V., and S. Manigart. 2016. "Valuation of Angel- Backed Companies: The Role of Investor Human Capital." *Journal of Small Business Management* 54(1): 356-372.

Croce, A., F. Tenca, and E. Ughetto. 2017. "How Business Angel Groups Work: Rejection Criteria in Investment Evaluation." *International Small Business Journal* 35(4): 405-426.

de Lima Ribeiro, L., and A. Gledson de Carvalho. 2008. "Private Equity and Venture Capital in an Emerging Economy: Evidence from Brazil." *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 10(2): 111-126.

Ding, Z., S.L. Sun, and K. Au. 2014. "Angel Investors' Selection Criteria: A Comparative Institutional Perspective." *Asia Pacific Journal of Management* 31(3): 705-731.

Drover, W., L. Busenitz, S. Matusik, D. Townsend, A. Anglin, and G. Dushnitsky. 2017. "A Review and Road Map of Entrepreneurial Equity Financing Research: Venture Capital, Corporate Venture Capital, Angel Investment, Crowdfunding, and Accelerators." *Journal of Management* 43(6): 1820-1853.

Dutta, S., and T.B. Folta. 2016. "A Comparison of the Effect of Angels and Venture Capitalists on Innovation and Value Creation." *Journal of Business Venturing* 31(1): 39-54.

Duxbury, L., G. Haines, and A. Riding. 1996. "A Personality Profile of Canadian Informal Investors." *Journal of Small Business Management* 34(2): 44-55.

European Business Angels Network. 2020. "EBAN Statistics Compendium: European early-stage market statistics."

Fili, A., and J. Grünberg. 2016. "Business Angel Post-Investment Activities: A Multi-level Review." *Journal of Management and Governance* 20(1): 89-114.

Harrison, R.T., T. Botelho, and C.M. Mason. 2016. "Patient Capital in Entrepreneurial Finance: A Reassessment of the Role of Business Angel Investors." *Socio-Economic Review* 14(4): 669-689.

Harrison, R., W. Scheela, P.C. Lai, and S. Vivekarajah. 2018. "Beyond Institutional Voids and the Middle-income Trap: The emerging business angel market in Malaysia." *Asia Pacific Journal of Management* 35(4): 965-991.

Hindle, K., and L. Lee. 2002. "An Exploratory Investigation of Informal Venture Capitalists in Singapore." *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 4(2): 169-177.

Hindle, K., and R. Wenban. 1999. "Australia's Informal Venture Capitalists: An Exploratory Profile." *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 1(2): 169-186.

Jones, M. and Mlambo, C. 2013. "Early-stage Venture Capital in South Africa: Challenges and Prospects." *South African Journal of Business Management* 44(4): 1-12.

Kerr, W.R., J. Lerner, and A. Schoar. 2014. "The Consequences of Entrepreneurial Finance: Evidence from Angel Financings." *The Review of Financial Studies* 27(1): 20-55.

Kirihata T. 2007. "The commercialization process of new technology-based firms in Japan." *Kyoto Economic Review*, 76(2): 241-249.

Kirihata T. 2009. "Post-investment Activities of Venture Capitalists When Making Investments in New Technology-based Firms in Japan", *Kyoto Economic Review* 78(1): 39-51.

Kirihata T. 2010a. “The Formation Process and Characteristics of the Japanese Venture Capital Industry.” *Working Paper* 113, Graduate School of Economics, Kyoto University.

Kirihata T. 2010b. “The Function of Venture Capitalists Investing in New Technology-based Firms.” *Working Paper* 112, Graduate School of Economics, Kyoto University.

Kirihata T. 2016. “A Technology-focused Angel Investor: Ambient Sound Investments.” *The Ritsumeikan Business Review* 54(6): 215-243.

Kirihata T. 2017. “Crowding-in or crowding-out? the effects of public venture capital policies.” *The Ritsumeikan Business Review*, 56(1):165-174.

Klonowski, D. 2007. “The Venture Capital Investment Process in Emerging Markets: Evidence from Central and Eastern Europe.” *International Journal of Emerging Markets* 2(4): 361-382.

Landström, H. 1993. “Informal Risk Capital in Sweden and Some International Comparisons.” *Journal of Business Venturing* 8(6): 525-540.

Landström, H. 1998. “Informal Investors as Entrepreneurs: Decision-making Criteria Used by Informal Investors in Their Assessment of New Investment Proposals.” *Technovation* 18(5): 321-333.

Lerner, J. 2000. “The Government as Venture Capitalist: the Long-run Impact of the SBIR Program.” *The Journal of Private Equity* 3(2): 55-78.

Li, Y., S. Jiang, D. Long, H. Tang, and J. Wu. 2014. “An Exploratory Study of Business Angels in China: A Research Note.” *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 16(1): 69-83.

Madill, J.J., G.H. Haines, Jr, and A.L. Riding. 2005. “The Role of Angels in Technology SMEs: A Link to Venture Capital.” *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 7(2): 107-129.

Mason, C.M., and R.T. Harrison. 1995. “Closing the Regional Equity Capital Gap: The Role of Informal Venture Capital.” *Small Business Economics* 7(2): 153-172.

Mason, C.M., and R.T. Harrison. 2002. “Is It Worth It? The Rates of Return from Informal Venture Capital Investments.” *Journal of Business Venturing* 4: 211-236.

Mason, C.M. and R.T. Harrison. 2008. “Measuring Business Angel Investment Activity in the United Kingdom: A Review of Potential Data Sources.” *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 10(4): 309-330.

Mason, C.M., and M. Stark. 2005. “What do investors look for in a business plan? A Comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels.” *International Small Business Journal* 22(3): 227-248.

Morrissette, S.G. 2007. “A Profile of Angel Investors.” *The Journal of Private Equity* 10(3): 52-66.

Nauwelaers C., K. Maguire and G.A. Marsan. 2013. “The Case of Helsinki Tallinn (Finland-Estonia) - Regions and innovation: Collaborating across borders” *Working Papers* OECD Publishing.

Normand, S.L. T., M.B. Landrum, E. Guadagnoli, J.Z. Ayanian, T.J. Ryan, P.D. Cleary, and B.J. McNeil. 2001. “Validating Recommendations for Coronary Angiography Following Acute Myocardial Infarction in the Elderly: A Matched Analysis Using Propensity Scores.” *Journal of Clinical Epidemiology* 54(4): 387-398.

OECD. 2016. “Financing SMEs and Entrepreneurs: An OECD Scoreboard.” OECD Publishing.

Owen, R., and C.M. Mason. 2019. “Emerging Trends in Government Venture Capital Policies in Smaller Peripheral Economies: Lessons from Finland, New Zealand, and Estonia.” *Strategic Change* 28(1): 83-93.

Riding, A.L. 2008. “Business Angels and Love Money Investors: Segments of the Informal Market for Risk Capital.” *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 10(4): 355-369.

Roach, G. 2010. “Is Angel Investing Worth the Effort? A study of Keiretsu Forum.” *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 12(2): 153-166.

Romaní, G., M. Atienza, F. Campos, P. Bahamondes, and R. Hernández. 2018. "Who Wants to be an Angel Investor? The Characteristics of the High Net Worth Individuals in the Chilean Resource Periphery." *Academia Revista Latinoamericana de Administración* 31(1): 136-155.

Reitan, B., and R. Sorheim. 2000. "The Informal Venture Capital Market in Norway? Investor Characteristics, Behavior and Investment Preferences." *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 2(2): 129-141.

Sapienza, H.J., S. Manigart, and W. Vermeir. 1996. "Venture Capitalist Governance and Value Added in Four Countries." *Journal of Business Venturing* 11(6): 439-469.

Scheela, W., E. Isidro, T. Jittrapanun, and N.T.T. Trang. 2015. "Formal and Informal Venture capital Investing in Emerging Economy in Southeast Asia." *Asia Pacific Journal of Management* 32(3): 597-617.

Scheela, W., and T. Jittrapanun. 2012. "Do Institutions Matter for Business Angel Investing in Emerging Asian Markets?" *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 14(4): 289-308.

Sohl, J.E. 1999. "The Early-Stage Equity Market in the USA." *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 1(2): 101-120.

Sohl, J.E. 2003. "The Private Equity Market in the USA: Lessons from Volatility." *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 5(1): 29-46.

Sohl, J.E. 2020 "The Angel Market in 2019: Commitments by Angels Increase with a Significant Rise in Deal Valuations." Center for Venture Research. 35.

Stedler, H., and H.H. Peters. 2003. "Business Angels in Germany: An Empirical Study. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 5(3): 269-276.

Tashiro, Y. 1999. "Business Angels in Japan." *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 1(3): 259-273.

Tingchi, M.L., and B.C. Chang. 2007. "Business Angel Investment in the China Market." *Singapore Management Review* 29(2): 89-102.

Van Osnabrugge, M. 2000. "A Comparison of Business Angel and Venture Capitalist Investment Procedures: An Agency Theory-based Analysis." *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 2(2): 91-109.

Wetzel Jr, William E. 1981 "Technovation and the Informal Investor." *Technovation* 1(1): 15-30.

Wetzel Jr, W.E. 1983. "Angels and Informal Risk Capital." *Sloan Management Review* 24(4): 23-34.

Wilson, H.I. 1995. "Are the Business Angels of Today the Venture Capitalists of Yesterday?" *The Journal of High Technology Management Research* 6(1): 145-156.

Wiltbank, R. 2005. "Investment Practices and Outcomes of Informal Venture Investors." *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 7(4): 343-357.

World bank. 2014. "Creating Your Own Angel Investor Group: A Guide for Emerging and Frontier Markets." Washington, DC: World bank.

桐畑哲也．2020.「ガバメントベンチャーキャピタル」『立命館経営学』59（1），pp.1-12.

桐畑哲也．2006a.「新技術，スタートアップ企業投資におけるベンチャーキャピタリストの機能」『経済論叢』178（4），425-439 頁，京都大学経済学会.

桐畑哲也．2006b.「新技術ベンチャー創出とベンチャーキャピタルの投資後活動」『JAPAN VENTURES REVIEW』，7，33-42 頁，日本ベンチャー学会.

桐畑哲也．2005.「新技術ベンチャーにおけるデスバレー現象」『JAPAN VENTURES REVIEW』，6，25-34 頁，日本ベンチャー学会.

The Possibility of Business Angels in Emerging Countries –Their Roles as Growth-fund Providers and Co-creators of Startups–

Kirihata, Tetsuya *

Abstract

Business angels are individual investors who invest in promising startups based on their experience as former entrepreneurs or professionals (European Business Angels Network, 2020). This paper describes the characteristics of business angels based on the prior research. It also discusses the role of business angels as growth fund providers for startups and early-stage firms, the performance of business angel-backed firms and the academic research on business angels in emerging countries. According to the prior research, business angels have contributed to alleviate the “financial gap” for startups. There is a positive correlation between business angel investment and the performance of their investees. It has been debated that the differences in pre- and post-investment activities of individual business angels affect the performance of their investees. In developed countries, new financers such as accelerators and crowdfunding have emerged as growth fund providers for startups, while business angel industry has been expanding. In emerging countries, business angel networks have been established as an entrepreneurial policy since the 2000s. The introduction and expansion of business angel industry is an effective entrepreneurial policy measure not only for providing growth fund but also for fostering startups in emerging countries. Further research is required with the growing presence of emerging countries in the global economy.

Keywords:

Business Angel, Financial Gap, Performance of Business Angel-backed Firm, Emerging Countries

* Professor, College of Business Administration, Ritsumeikan University